

7 Mar. 2023

두산밥캣 (241560)

세계 1등이 PER 7배, 바브캐트



CONTENTS

05 I. Focus Chart

07 II. Valuation과 실적

II-1. 적정주가 66,000원으로 커버리지 개시

II-2. 2023년 감익은 크게 개의치 말자, 어차피 이상한 2022년이였다

11 III. 투자포인트

III-1. 유일하게 성장하는 북미 시장

III-2. 마켓 커버리지 확대로 시장보다 더 성장

III-3. PRS는 이제 오버행이 아닌 호재로 작동할 것

두산밥캣

(241560)

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	STRONG BUY		신규
적정주가	66,000원		신규
Earnings			신규

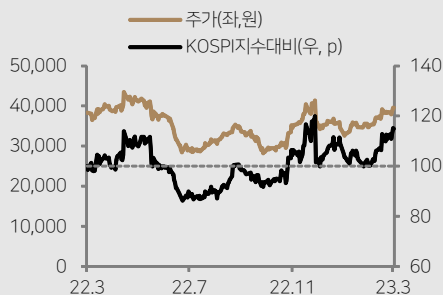
Stock Information

현재가(3/6)	39,200원
예상 주가상승률	68.4%
시가총액	39,699억원
비중(KOSPI내)	0.21%
발행주식수	100,249천주
52주 최저가/최고가	28,200 - 43,500원
3개월 일평균거래대금	117억원
외국인 지분율	31.1%
주요주주지분율(%)	
두산에너지빌리티 (외 3인)	51.1
국민연금공단 (외 1인)	6.1
자사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2021	2022P	2023E
PER(배)	10.6	6.1	6.9
PBR(배)	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.5	3.2	3.1
배당수익률(%)	2.9	3.4	3.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	12.3	17.9	3.3	14.5
KOSPI 대비 상대수익률(%)	14.3	16.9	14.7	5.7

Price Trend



DAOL 다올투자증권

세계 1등이 PER 7배, 바브캐트

Issue

두산밥캣 커버리지 개시. 저평가는 반드시 해소하여야만 함

Pitch

2023년에 감익 가이드를 제시했지만 손익보다는 저평가 해소가 투자에 더 중요. 1) PRS의 오버행이 더 이상 악재가 아니며, 2) 북미 시장이 주택이 아닌 인프라투자로 강세가 이어질 예상이고, 3) 동사의 시장/제품 포트폴리오 확대가 지속되기에 추천

Rationale

- 적정 PER 12배에서 적정주가 66,000원 제시. Strong Buy 추천. CAT, Deere, CNHI, Kubota는 PER 15~20배에서 거래 중
- 11월 30일에 PRS 지분 절반을 매각했고, 이제 5%만이 남았는데 락업이 2월말에 끝나 처분 가능. 마지막 PRS 블록달은 오버행 우려 해소의 호재로 작동할 것으로 판단
- 비록 공급차질과 강력한 수요로 비롯된 PSD 축소와 호실적은 끝나고 올해 -14% 감익이지만, 동사는 신시장/신제품으로 마켓 커버리지를 기존 24%에서 80% 이상으로 확대해 중장기 성장을 기대. GME의 다양한 제품은 달러망 확대에도 도움
- 북미 건설시장에 대한 우려 있지만, 주택의 확산세가 종료된 것이지, 비주택은 인프라투자법안 등으로 오히려 강세 기대. 12조달러에서 70조원 이상의 신차 수요 발생 전망

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022P	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	4,282	5,816	8,622	9,186	9,402	9,643	9,956
영업이익	394	595	1,072	919	952	983	1,017
EBITDA	524	785	1,324	1,199	1,241	1,282	1,327
지배주주순이익	247	386	644	568	642	690	720
순차입금	279	1,007	313	(230)	(723)	(1,243)	(1,742)
매출증가율	(5.0)	35.8	48.2	6.5	2.4	2.6	3.2
영업이익률	9.2	10.2	12.4	10.0	10.1	10.2	10.2
순이익률	5.8	6.6	7.5	6.2	6.8	7.2	7.2
EPS증가율	(9.1)	55.9	66.9	(11.8)	13.1	7.3	4.4
ROE	6.1	9.2	13.3	10.1	10.6	10.5	10.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

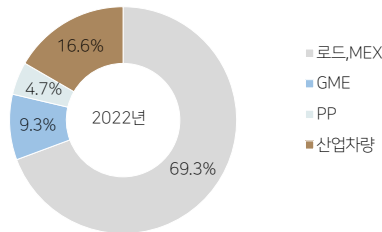
두산밥캣은,

두산그룹이 인수하기 전 Bobcat은 1902년 최초 증기 엔진 방식 이동식 압축기를 개발했고, 27년 곡물 수확 결합 장치를 거쳐, 1959~1960년에 M-200 세 바퀴 로더와 세계 최초 SSL(M-400)을 개발한 로더의 아버지이다. 최대주주인 창업주 Melore가 1967년에 Reiten Mnf.와 합병했고, 1969년에는 Clark Equipment가 인수했다. 1995년에 Ingersoll Rand가 인수해서 2000년에 Bobcat 상호로 변경했다. 2017년에 두산인프라코어가 인수해 지금 투자 대상인 두산밥캣이 되었다.

두산그룹의 두산인프라코어 매각 이후 두산에너지빌리티가 동사 지분 51.05%를 보유 중이며, 시가총액은 3.5조원이고 KOSPI 기계 업종에 속해 있다.

사업부문 Breakdown

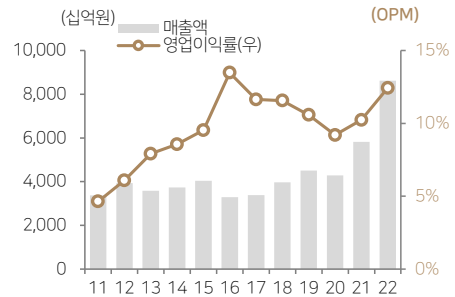
- 전통의 SSL(SKID STEER LOADERS)과 CTL(Compact Track Loaders)에 미니 굴삭기 MEX가 포함된 콤팩트와 PP(Portable Power)가 전통적인 사업부문이지만
- 2021년 7월에 (주)두산에서 분할한 산업차량을 7,500억 원에 인수해서 자회사로 편입했고
- CT(Compact Tractor), GME(Ground Maintenance Equipment) 등을 출시해 마켓 커버리지를 확대
- 주요 시장은 선진시장으로 미국 70%, 유럽 20% 안팎



Source: 다올투자증권

Financials

- 2007년에 두산밥캣이 된 이후, 미국 금융 위기로 실적이 크게 부진하며 위기였지만, 타고난 경쟁력과 관리로 이후 꾸준히 실적이 회복했으며 두자릿수 영업이익률을 창출하는 시장 지배적 사업자
- 2020년부터의 원가 인상 구간에도 판가 인상으로 잘 전가하며 1조원 영업이익 클럽 가입
- 향후 프로모션 확대, 신제품 및 신시장 진입에 따라 수익성 하강 불가피하지만, 꾸준한 이익 기대



Source: 다올투자증권

주가

- Covid-19에 따른 우려로 주가 하락했지만 물류차질, 핵심부품 공급차질과 북미의 강한 주택/농경 수요가 맞물려 호조를 기록하며 주가 상승
- 그러나 KOSPI 건설기계 업종 내에서 가장 언더퍼폼 중인데, PRS 5%(2022년11월까지 10%)에 따른 오버행 이슈가 작동했던 것으로 추정



Source: 다올투자증권

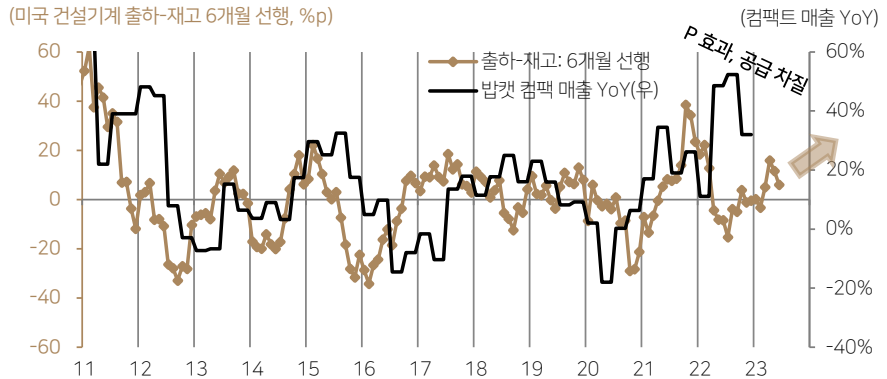
I. Focus Chart

Focus Chart 1 북미 건설지출은 주거(Residential) 성장폭 주춤하지만, 비주거(Infra)가 크게 회복 중



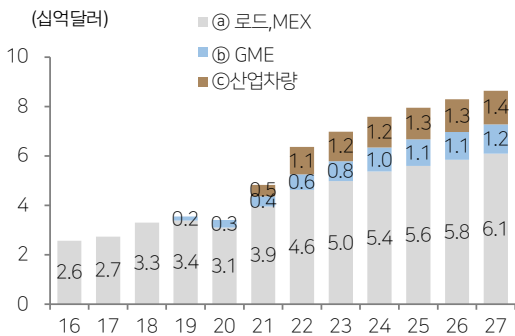
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 2 북미 출하-재고는 4Q22에 계속 강력: 건설기계 탑라인에 6개월 선형



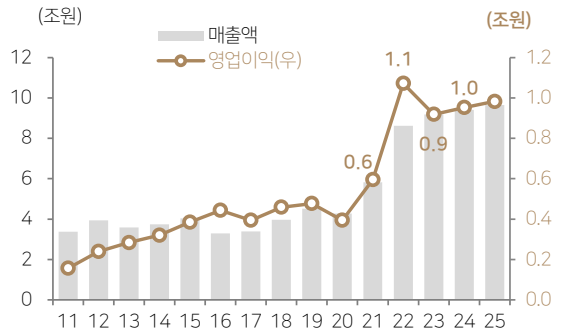
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 3 기존 컴팩트에서 신제품/시장이 덧붙음



Source: 다올투자증권

Focus Chart 4 EBIT 1조원을 버는 두산밥캣



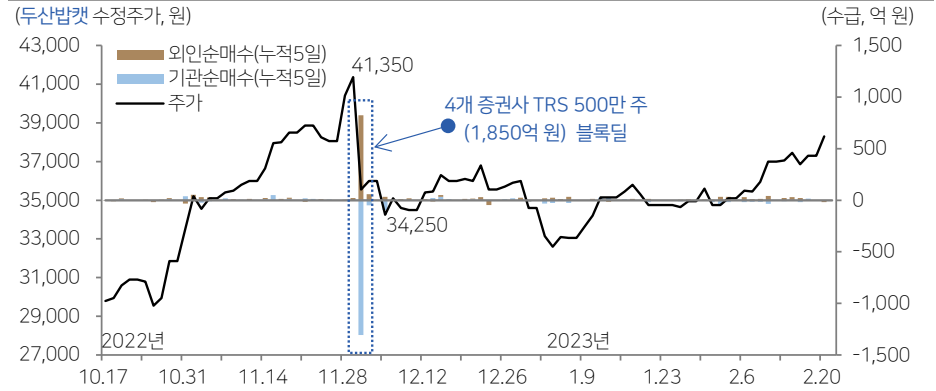
Source: 다올투자증권

Focus Chart 5 북미와 유럽의 컴팩트 시장에서 커버리지 확대

지역	제품	비중	AS-IS	TO-BE
			24%	93%
미국	LDR	15%	커버	
	MEX	9%	커버	
	CT	25%		2019년
	ZTR/Mower	20%		2020년
	UV	24%		2021년
	SAL/CWL	2%		2020~2021년
	기타	7%		2021년
			44%	84%
유럽	LDR	4%	커버	
	MEX	40%	커버	
	CT/Mower	26%		2019~2020년
	SAL/CWL	15%		2020~2021년
	TLS	13%		
	BHL	3%		

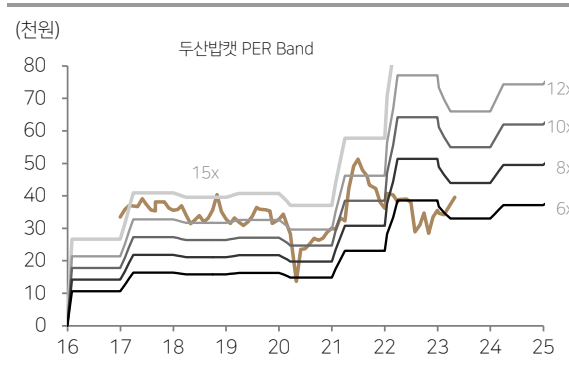
Source: 다올투자증권

Focus Chart 6 2022년 11월에 PRS 5% 블록딜 시 잔여 5%에 3개월 락업. 주가는 남은 오버행 걱정



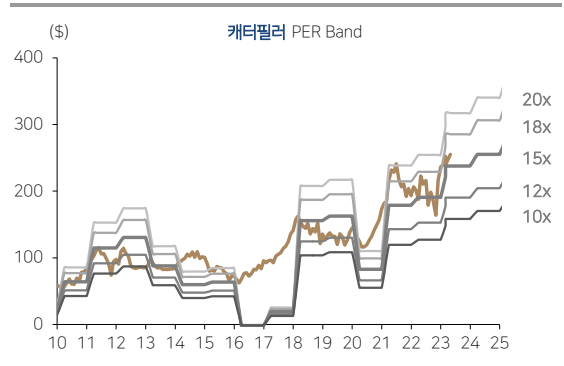
Source: 다올투자증권

Focus Chart 7 두산밥캣 PER 7배에 불과



Source: 다올투자증권

Focus Chart 8 캐터필러 등 PER 15~20배



Source: Bloomberg, 다올투자증권

II. Valuation과 실적

II-1. 적정주가 66,000원으로 커버리지 개시

적정 PER 12배에서
적정주가 6.6만원으로
커버리지 개시

두산밥캣의 적정주가를 66,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 사측의 가이던스처럼 PSD가 필요없었던, 달러 인벤토리를 채우기 바빴던 2022년은 지나고 2023년에 이익이 감소한다. 이에 현재 글로벌 탑티어들의 PER 15~20배보다 낮은 적정 PER 12배를 제시한다. 그러나 2024년에는 다시 후술할 시장 커버리지 확대, 산차의 성장, 미국 인프라투자 등으로 증익을 예상한다. 동사는 과거 매년 주가 고점에서 PER 15배까지 오른바 있다.

오버행 해소 기대

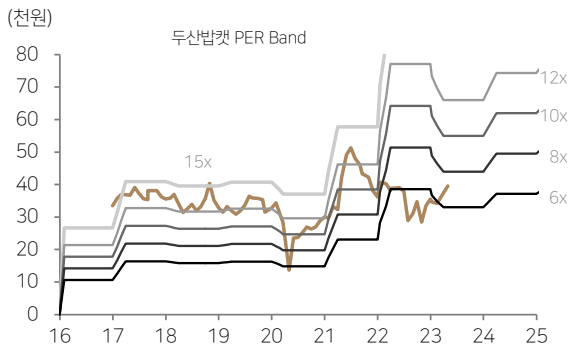
2022년에 PER이 유독 낮은 것은, 기대 이상의 이익 실현을 주가가 따라가지 못했던 부분과 PRS 오버행 이슈가 11월에 부각되었기 때문으로 판단한다. 이제 2023년에 오버행 이슈가 해소되면 동사의 시장평가는 제 자리를 찾아갈 것으로 기대한다.

Fig. 1: 두산밥캣의 적정주가 66,000원에 Strong Buy로 커버리지 개시. 적정PER 12배 (십억원, 백만달러, %)

PER VALUATION	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
EPS	2,638	2,714	2,468	3,849	6,425	5,668	6,409
YoY	-3%	3%	-9%	56%	67%	-12%	13%
PER(고)	14.0	15.6	14.0	16.1	6.9	6.7	
PER(저)	6.2	7.9	4.8	4.9	3.4	5.7	
적정 PER	15.3	13.7	14.0	15.4	6.9	12.0	12.0
						과거 5년의 평균 고점 13.4배	
주당 적정가치	40,400	37,100	34,700	59,400	44,400	68,000	76,900
Weight						100%	0%
주당 적정가치1						68,000	
적정주가						66,000	
증가(3월 6일)						39,200	
상승여력						68.4%	
PBR VALUATION	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
EPS	2,638	2,714	2,468	3,849	6,425	5,668	6,409
BPS	37,303	39,692	40,637	43,105	53,747	58,016	63,075
PBR(고)	1.1	0.9	0.8	1.4	1.0	0.7	
PBR(저)	0.8	0.8	0.3	0.7	0.5	0.6	
ROE	7.4%	7.1%	6.1%	9.2%	13.3%	10.1%	10.6%
적용 ROE	7.4%	7.1%	6.1%	9.2%	13.3%	10.1%	10.6%
↳ FWD	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y
COE(고)	6.5%	7.5%	7.3%	6.8%	13.2%	14.5%	
COE(평)	8.7%	8.4%	9.1%	9.6%	20.0%	15.4%	
COE(저)	8.9%	9.0%	19.3%	13.5%	25.0%	17.2%	
적용 COE					2019~2021년 평균 9% →	8.7%	
					현재 ~	적정	
적정 PBR					0.7	1.2	
주당 적정가치2						67,900	

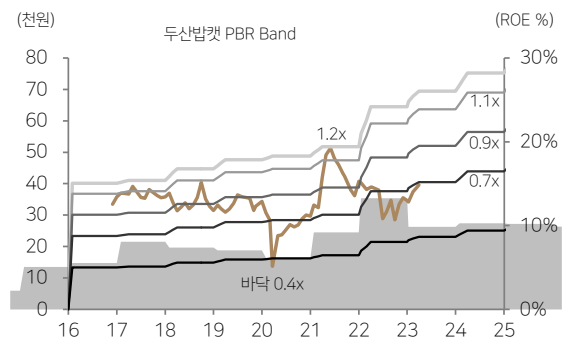
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 두산밥캣 PER 7배



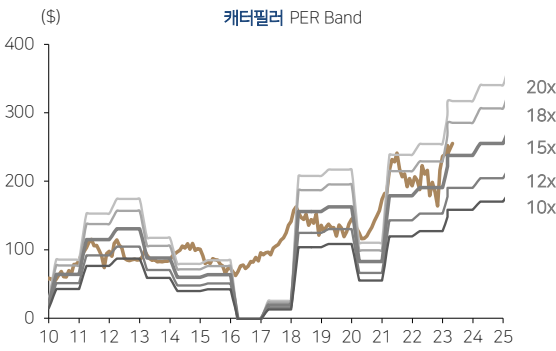
Source: Bloomberg, 다음투자증권

Fig. 3: 두산밥캣 PBR 0.7배



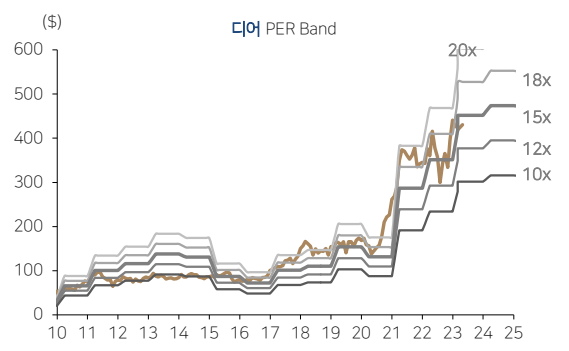
Source: Bloomberg, 다음투자증권

Fig. 4: 캐터필러 PER 15~20배



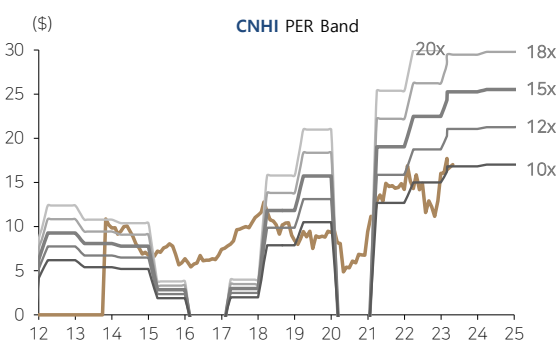
Source: Bloomberg, 다음투자증권

Fig. 5: 디어 PER 15배 안팎



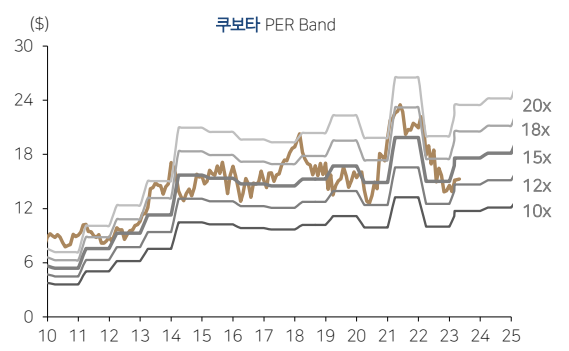
Source: Bloomberg, 다음투자증권

Fig. 6: CNHI PER 10배 초반



Source: Bloomberg, 다음투자증권

Fig. 7: 쿠보타 PER 12~18배



Source: Bloomberg, 다음투자증권

II-2. 2023년 감익은 크게 개의치 말자, 어차피 이상한 2022년이였다

감익의 2023년

사측은 2023년에 매출이 9조원으로 성장하지만 영업이익은 898억원으로 16% 하락한다는 가이드언스를 제시했고, 당사의 실적 예상도 이에 준한다. 매출의 성장은 여전히 낮은 달러 인벤토리와 백로그, 그리고 2022년에 연중으로 진행된 P 인상효과 때문이다.

2023년의 감익은 이상했던 호황에서 정상으로 돌아가는 길

그러나 매출이 증가함에도 이익이 주는 것은, 1) 환율과 2) PSD(프로모션 등) 재개 때문이다. 특히 2022년의 수요 강세와 핵심부품 조달 차질에서 비롯된 신차 생산 부족과 호황은 부족은 전에 본적 없었던 낮은 달러 인벤토리, 전에 없던 백로그로 이어졌고, 이에 따라 가격 인상, PSD 비용 감축으로 놀라운 영업이익 1조원을 달성할 수 있었다. 그리고 2023년의 감익은 정상화의 수순이다. 물론 시장은 감익을 좋아할 리 없지만, 2022년의 놀라운 실적에 비해 동사의 Valuation이 지나치게 저평가되어있다는 점에 주목한다.

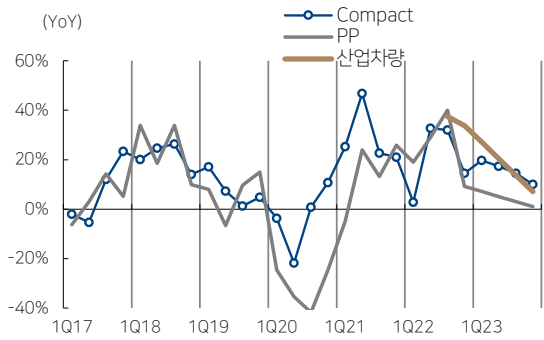
Fig. 8: 두산밥캣의 2023년 보수적인 가이드언스: PSD 증가로 수익성 떨어질 것으로 안내

(십억원, %)

두산밥캣	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E
									\$3,827M	\$4,063M	\$4,063M	6,305	\$6,937M	
매출 가이드언스									4,210	4,673	4,543	7,124	9,226	
매출액	1,641	2,218	2,379	2,384	2,039	2,438	2,464	2,245	4,510	4,282	5,816	8,622	9,186	9,402
QoQ	-6.8%	35.2%	7.2%	0.2%	-14.5%	19.5%	1.1%	-8.9%						
YoY	34.0%	72.8%	53.8%	35.3%	24.3%	9.9%	3.6%	-5.8%	13.6%	-5.0%	35.8%	48.2%	6.5%	2.4%
영업이익 가이드언스									446	474	441	640	898	
영업이익	194	310	317	251	224	259	238	198	477	394	595	1,072	919	952
금융/기타영업외	-46	-90	-88	36	-39	-5	-21	-21	-72	-38	-85	-187	-85	-56
이자손익	-17	-21	-19	-25	-24	-25	-25	-24	-39	-39	-53	-82	-98	-53
세전사업이익	148	220	231	287	186	254	217	177	405	356	521	886	833	896
지배주주순이익	100	141	119	284	121	165	141	142	272	247	386	644	568	642
영업이익률	11.8%	14.0%	13.3%	10.5%	11.0%	10.6%	9.6%	8.8%	10.6%	9.2%	10.2%	12.4%	10.0%	10.1%
순이익률	6.1%	6.3%	5.0%	11.9%	5.9%	6.8%	5.7%	6.3%	6.0%	5.8%	6.6%	7.5%	6.2%	6.8%
컴팩트														
매출액	1,289	1,803	1,853	1,837	1,600	1,955	1,830	1,772	4,129	4,020	4,983	6,782	7,157	7,303
YoY	11.1%	48.5%	52.3%	32.0%	24.2%	8.4%	-1.2%	-3.5%	13.7%	-2.6%	24.0%	36.1%	5.5%	2.0%
PP														
매출액	83	100	112	108	90	101	100	97	381	262	289	403	388	369
YoY	28.6%	44.4%	61.6%	25.8%	8.0%	0.4%	-10.9%	-10.0%	12.5%	-31.1%	10.2%	39.5%	-4.0%	-4.8%
산업차량														
매출액	269	317	411	433	349	382	535	376	913	807	1,039	1,430	1,642	1,729
YoY	21.6%	14.2%	57.3%	55.0%	29.9%	20.3%	30.2%	-13.2%	5.0%	-11.6%	28.8%	69.5%	14.8%	5.4%

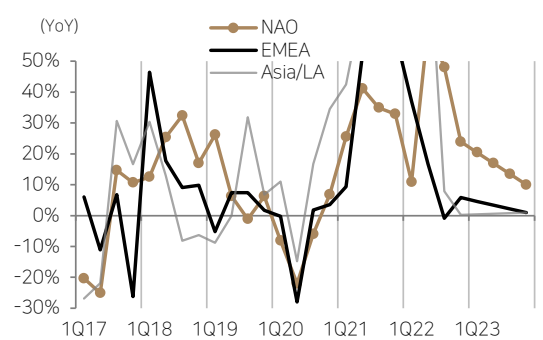
Source: 다올투자증권

Fig. 9: 상저하고 예상



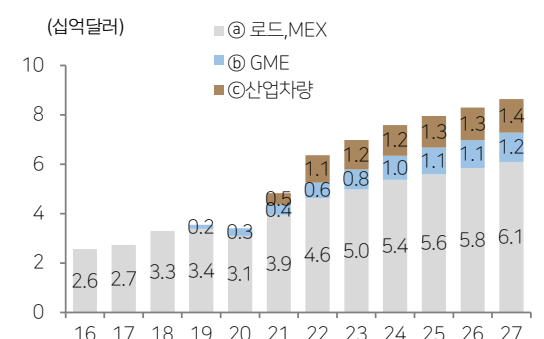
Source: 다음투자증권

Fig. 10: 2023년에도 NAO는 확실히 성장



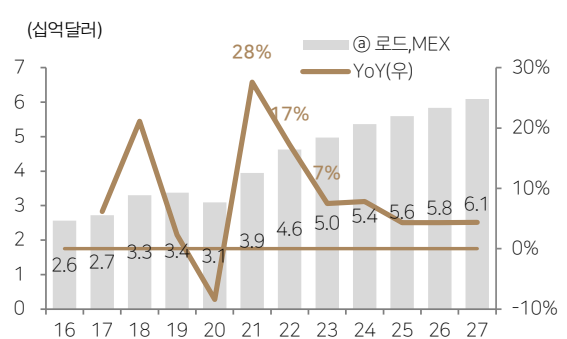
Source: 다음투자증권

Fig. 11: 기존 컴팩트에 GME와 산업차량이 성장



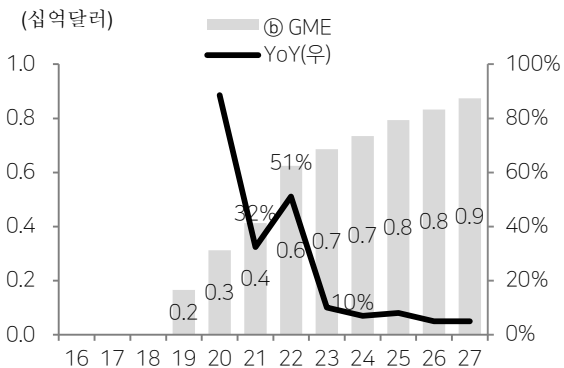
Source: 다음투자증권

Fig. 12: 로더와 MEX의 매출 성장률



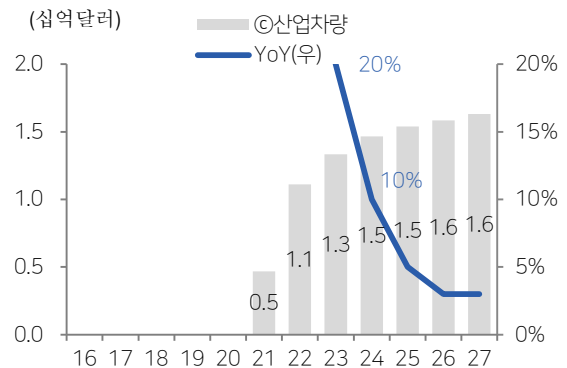
Source: 다음투자증권

Fig. 13: GME(CT 포함) 매출 성장률



Source: 다음투자증권

Fig. 14: 산업차량 매출 성장률



Source: 다음투자증권

III. 투자포인트

III-1. 유일하게 성장하는 북미 시장

호황에 따른 낮은 PSD로 2022년 호황을 마치고 2023년에 대한 우려

미국 주택경기에는 COVID-19 시기에 데려 물류 차질, 핵심부품 공급 차질의 서플라이체인 이슈와 엉뚱한 야외 주택과 농경 수요에 따라 사상초유의 호기를 지났다. 공장 생산이 수요를 따라가지 못해 달러 인벤토리는 역대 최저이고, 백로그는 쌓였다. 이에 PSD(Promotion Subsidy Discount)가 크게 줄었고, 그만큼 2022년에 녹아져 사상 최대 실적으로 반영되었다.

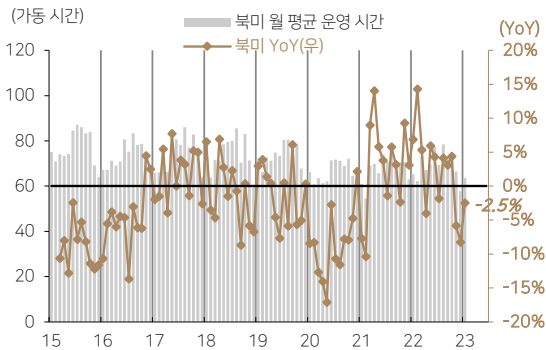
그리고 동사의 매출 성장 가이드스 +7%(2022년에 +48%)와 -16% 감익의 영업이익 목표로 2023년에 대한 우려가 크다. 또한 미국 주택지표가 꺾이고 있다.

그러나 1) 비주택, 2) 출하-재고 사이클

그러나 1) 동사의 북미 시장은 비단 주택만이 아니다. 전방의 1/3이 건설, 1/3이 농경, 1/3이 렌탈인데, 결국 렌탈도 건설과 농경으로의 임대이기 때문에 건설과 농경 절반이라고 할 수 있다. 또한 건설은 주택과 비주택으로 나누는데, 30% 정도의 주택이 꺾일 뿐, 비주택쪽인 인프라 투자 증가를 앞두고 있어, 오히려 기대된다.

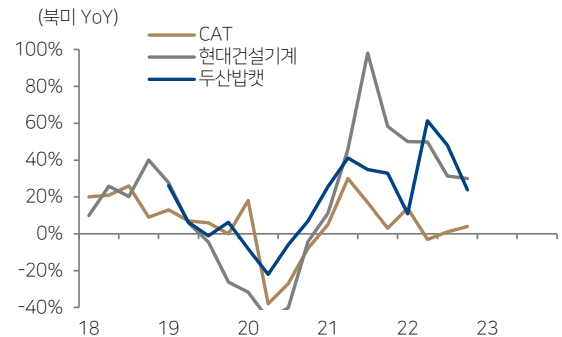
2) 미국 출하-재고 사이클이 시장의 우려와 달리 강력히 올라오고 있다. 살펴보자.

Fig. 15: 북미의 굴삭기 가동시간: 1월에 다시 힘을...



Source: Komatsu, 다음투자증권

Fig. 16: 좋았던 북미 판매

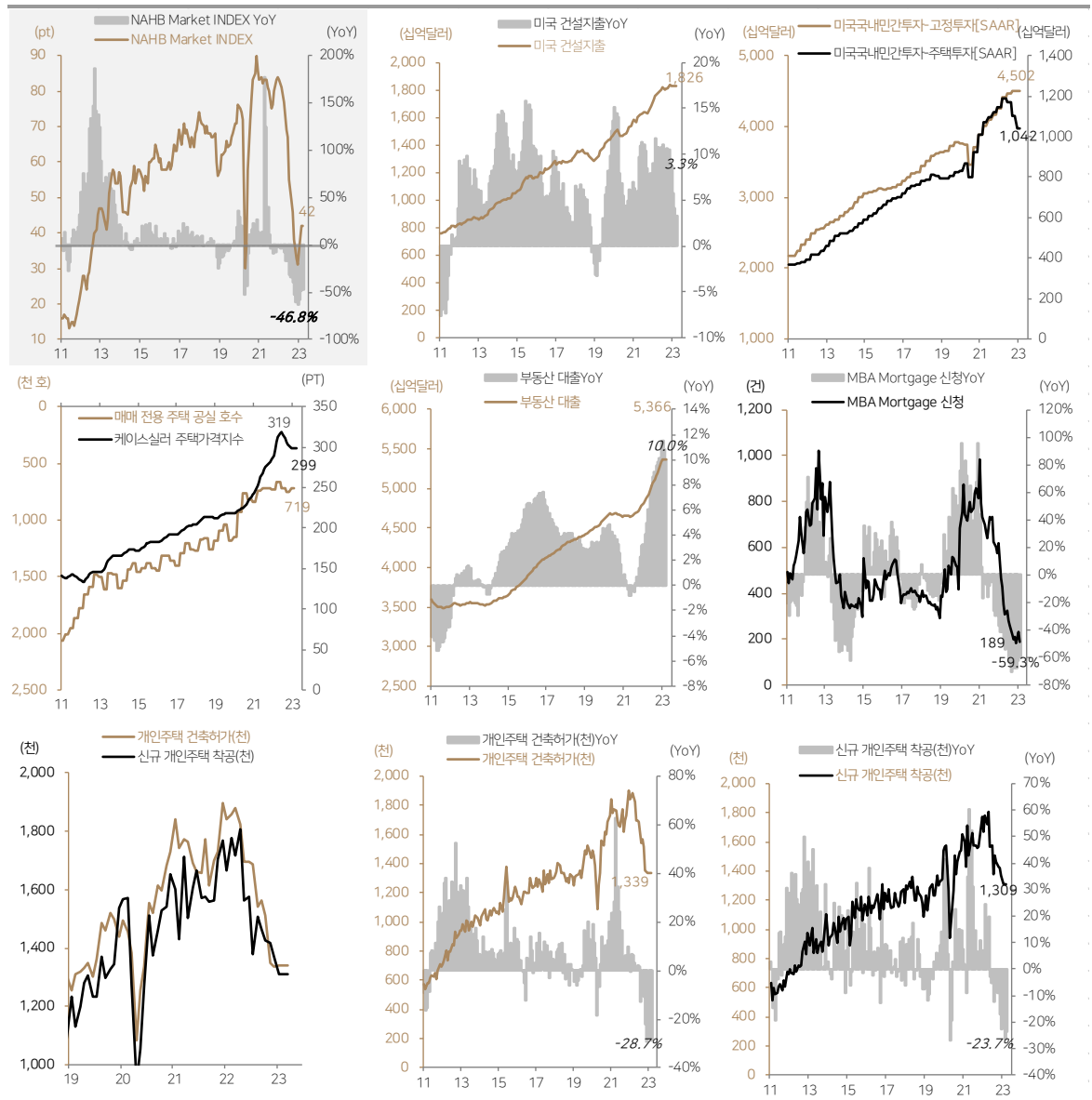


Source: 각 회사, 다음투자증권

북미 주택 경기 사이클
 종로

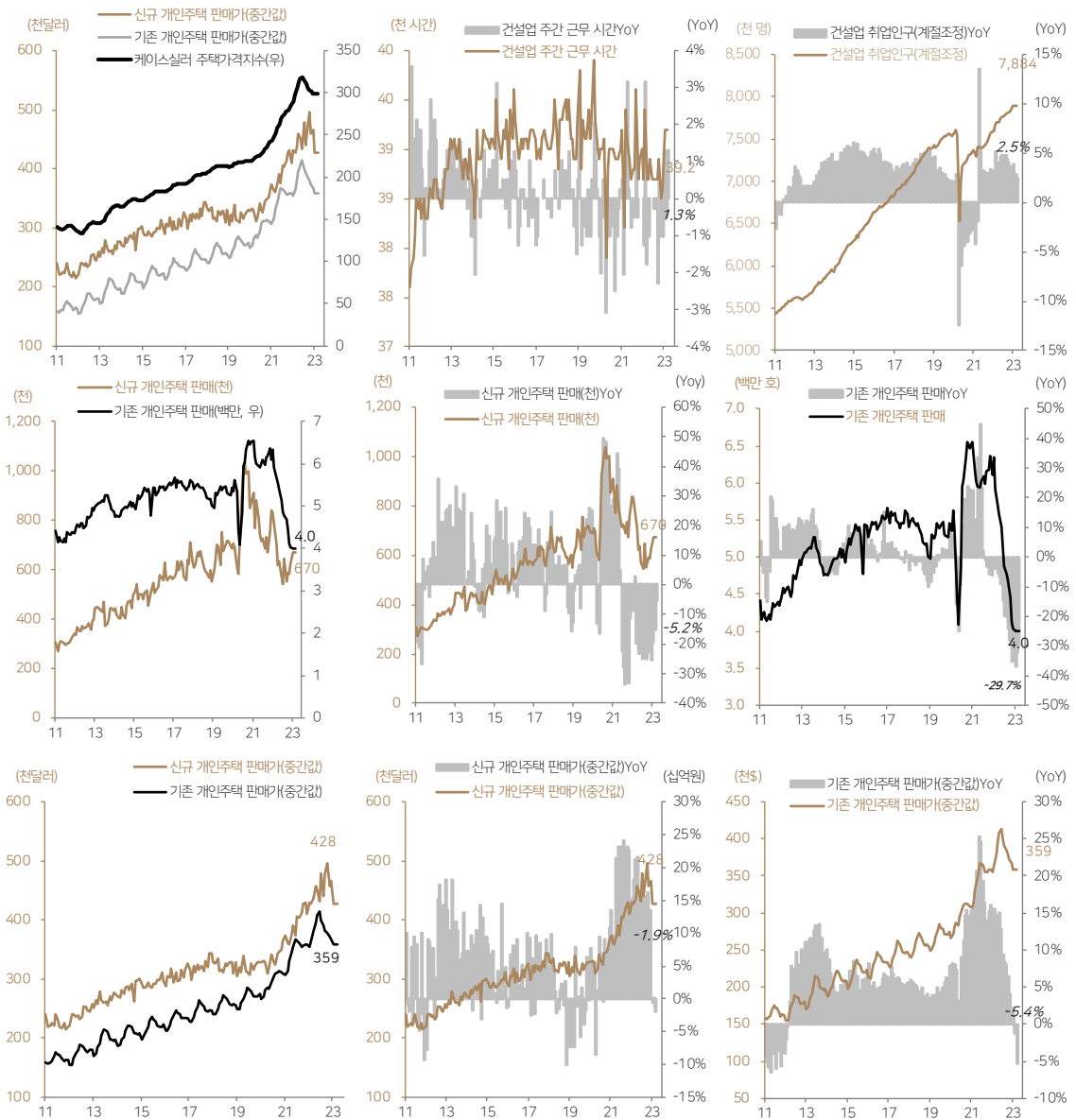
미국의 주택지표들이 꺾이면서 시장은 건설기계 시장을 막연히 우려 할 수 있다. 실제 NAHB 지수는 31P로 전년동기대비 -63% 하락했다가 1월은 42P(YoY -47%)를 기록 중이고, 케이스실러 주택가격지수도 최고 319P에서 299P로 하락 반전했다. 모기지 신청건수는 전년동기대비 60%나 줄었고, 개인주택 건축 허가 및 착공도 전년동기대비 29~24%나 감소했다. 주택판매도 신규가 회복해서 전년동기대비 -5% 감소했고, 기존주택이 30%나 감소했다. 북미 주택 경기의 확산은 끝났다.

Fig. 17: NAHB 지수, 주택투자, 모기지신청, 건설업 고용, 건축허가, 주택착공 모두 하락세



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 18: 미국의 신규/기존 주택 판매 줄고, 가격 상승세도 멈춤



Source: Bloomberg, 다올투자증권

#1 주택이 아니라 비주택을 보라: 주거 하락, 그러나 비주택 가파르게 회복

그러나 북미 건설지출에서 1) 주거는 2020년부터의 3년 성장세를 끝내고 피크아웃하고 있지만, 2) 비주거, 즉 인프라 투자 관련 건설지출은 2022년 하반기부터 가파르게 회복 중이다. 이에 북미 시장은 또 다른 성격의 호황기가 계속된다. 이는 미국의 인프라 투자 정책에서 비롯된다.

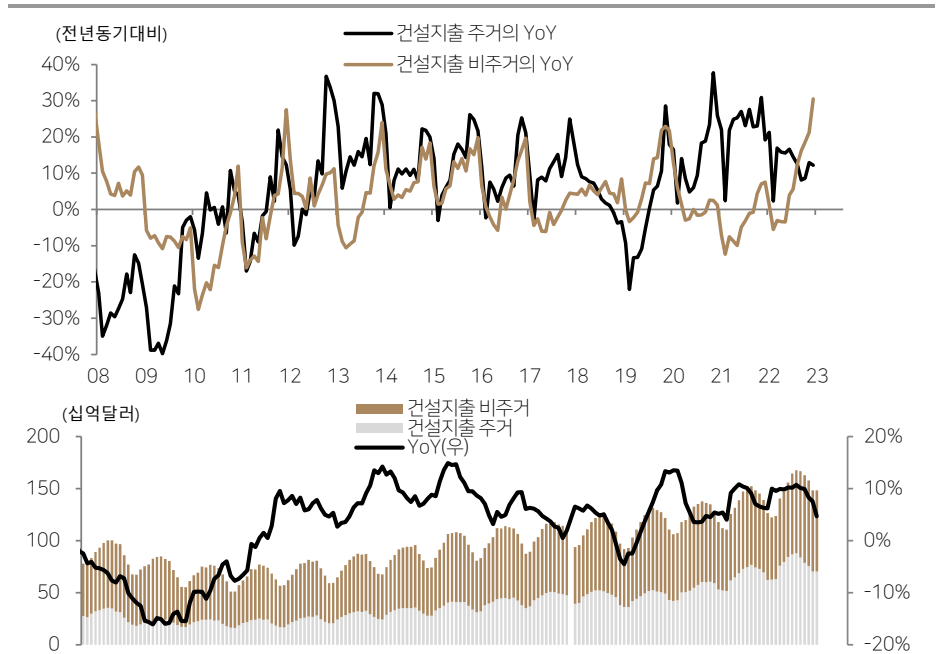
IIIIA 법안에서 12조달러 투자 준비

2021년 11월에 미국 의회가 준비하고 바이든 행정부가 서명한 연방도로교통법안(IIIIA, Infrastructure Investment and Jobs Act)에서 12조달러 규모 투자가 준비되었다. 1년 동안 구체적인 시행령을 만들어 그 투자는 2023년에 본격화될 전망이다.

12조 달러의 5%에서 800조원 신차 수요

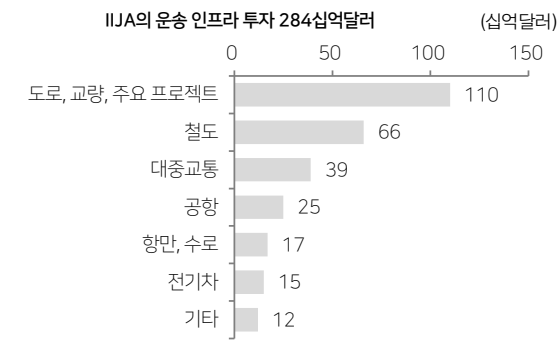
통상 인프라 건설 공사에서 5~7% 정도가 건설장비가 차지한다. 이에 북미에서만 600~840십억달러의 건설장비 신차 구매 수요를 기대할 수 있다. 북미 시장은 주택경기과 무관하게 호조가 지속될 전망이다. 이는 Deere의 Construction 부문에서의 최대 5% 성장을 전망한다.

Fig. 19: 북미 건설지출은 주거(Residential) 성장폭 주춤하지만, 비주거(Infra)가 크게 회복



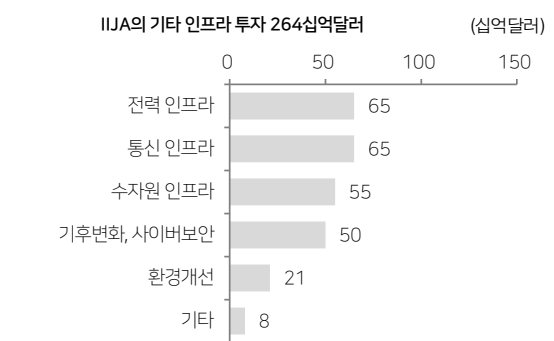
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 20: 미국의 운송 인프라 관련 투자 계획



Source: Bloomberg, 다올투자증권

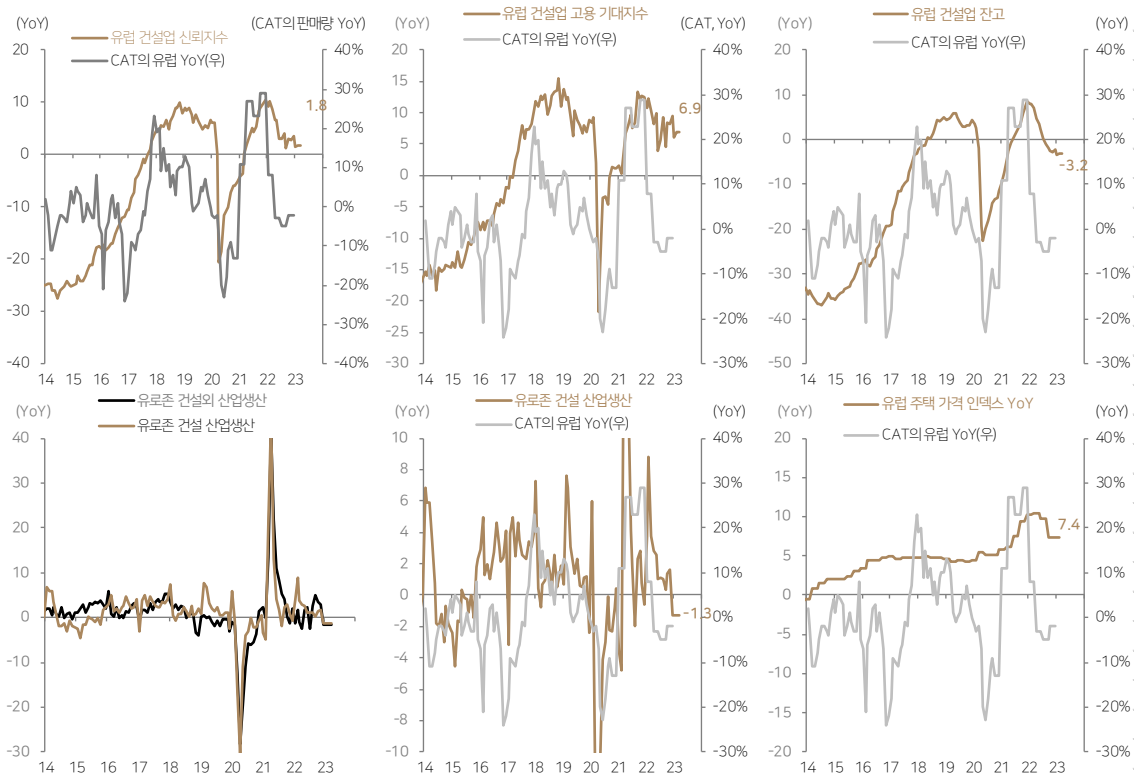
Fig. 21: 미국의 기타 인프라 투자 계획



Source: Bloomberg, 다올투자증권

#1-2 유럽 최악은 지남 동사의 전방의 20%를 차지하는 유럽도 2020~2022년의 최악은 구간은 지나고 있다. 건설업 신뢰지수는 플러스 반전했고, 건설업 고용 기대도 높다.

Fig. 22: 유럽의 건설업 신뢰지수 플러스 반전, 건설업 고용 기대 높음, 주택가격 견조



Source: Bloomberg, 다올투자증권

#2 미국 출하-재고 사이클 강력

북미의 건설기계 출하-재고 사이클은 계속 강력하다. 건설기계 출하-재고는 건설기계 시장에 6개월 가량 선행하는 지표여서 2023년 중에 미국 건설기계 신차시장은 여전히 강할 것으로 내다볼 수 있다.

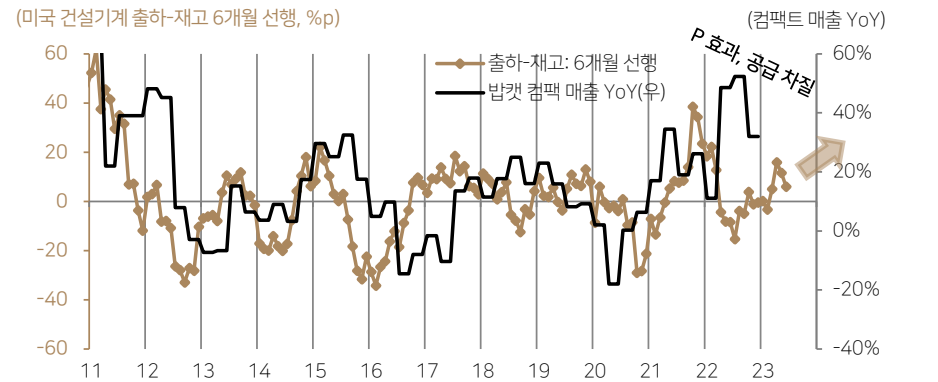
2022년에 출하-재고 마이너스에도 호실적은 핵심부품 조달 차질 때문

특이점은 출하-재고 사이클이 꺾인 2022년에 두산밥캣의 매출이 전년대비 크게 성장했는데, 이는 핵심부품 공급 차질 등에서 비롯된 낮은 출하 때문이었다. 이에 따라 오히려 신차 수요가 공급을 크게 웃돌았고, 1) ASP 인상, 2) PSD 감소로 이어졌다.

4Q22에 출하-재고 플러스 반전

2022년 여름에 출하-재고 사이클이 마이너스 반전하면서 서플라이체인의 병목 현상이 지속되며 출하가 원활하지 못한 것으로 해석되었지만, 4Q22부터 다시 출하가 가파르게 늘어 출하-재고 사이클이 다시 플러스 반전했다. 사측도 안내하듯 역사적 최저의 달러 인벤토리를 3~4개월로 정상화 시키는데 오랜 시간이 걸리고, 전에 없던 백로그에서 1H23의 답라인 걱정은 필요 없어 보인다. 하반기에는 인프라투자 수혜가 더 본격화 될 것이다.

Fig. 23: 북미 출하-재고는 4Q22에 계속 강력: 건설기계 산업 탑라인에 6개월 선행



Source: Bloomberg, 다올투자증권

III-2. 마켓 커버리지 확대로 시장보다 더 성장

인수 시 초기 전략 :
코어 강화, 이머징

두산이 밥캣을 2017년에 인수하면서 Core 사업강화 및 Emerging 시장을 위한 특화 제품 출시 전략을 먼저 밝혔다. 로드는 그들만의 리그였고 큰 외형 증대 효과는 볼 수 없었다.

2017년에
마켓 커버리지 확대
전략 제시 :
20%에서 90%까지

2017년 2분기에 처음으로 중장기 성장 전략으로 ‘마켓 커버리지 확대’를 제시했다. 당시 2백만대 수준의 컴팩트 시장에서 밥캣의 커버리지는 12%에 불과함을 인지하고, 향후 추가 제품 출시로 line-up 확대 및 농기계 등으로의 시장 다변화 목표를 밝혔다. 이후 2018년에는 현재 시장참여율 20%를 90%까지 확대하겠다는 포석을 밝혔고, 준비 과정을 거쳐 실행은 2019년 CT 신제품 출시, 2020년에 Mower 등의 GME 시장 진입으로 본격화되고 있다.

2023년 현재
마켓 커버리지 90%
안팎 달성

과거 두산밥캣 매출 4조원이 어느덧 6조원에 달한다. 원자재 가격 상승에 따른 P 인상 효과도 있지만, 분명 GME와 CT의 매출이 더해진 효과도 크다. 결국 중장기 전략을 따라 회사는 성장하고 있다. 이제 아래의 확대된 마켓에서 각각의 M/S 상승에 따라 동사의 탑라인과 이익은 더 성장할 수 있다.

Fig. 24: 북미와 유럽의 컴팩트 시장에서 커버리지 확대

지역	제품	비중	AS-IS	TO-BE
			24%	93%
미국	LDR	15%	커버	
	MEX	9%	커버	
	CT	25%		2019년
	ZTR/Mower	20%		2020년
	UV	24%		2021년
	SAL/CWL	2%		2020~2021년
	기타	7%		2021년
			44%	84%
유럽	LDR	4%	커버	
	MEX	40%	커버	
	CT/Mower	26%		2019~2020년
	SAL/CWL	15%		2020~2021년
	TLS	13%		
	BHL	3%		

Source: 다올투자증권

CT와 Mower 등
GME 시장 진입

2019년에 CT를 출시하고, 2020년에 Mower 등 신제품을 출시하며 GME 시장에 본격 진입했다. 북미 컴팩트 시장에서 커버리지 24%를 80% 이상으로 늘리게 되었다.

#1 2019년 북미에
CT 출시

동사는 2019년에 북미(17만대 규모)에 CT(Compact Tractor)를 출시하며 농기계 시장 공략에 나서며, 2017년에 제시한 전략의 첫발을 내딛었다. 기존 로더와 MEX에 농기계가 추가되면서 다양한 제품을 원하는 딜러들의 수요를 충족해 딜러망 확대를 도모할 수 있다. 출시 당시 연간 7~8천대(M/S 5% 안팎)에서 BEP를 달성 가능할 것으로 내다봤는데, 2021년에 5천대급으로 성장했다.

2023년에 자작 CT,
그리고 전 라인업 커버

대동공업 OEM 제품에 밥캣의 브랜드를 씌워 출시했는데, 2023년에는 북미에서 노스캐롤라이나의 스테이트빌 공장 캐파를 늘려 직접 CT 모델 생산을 시작한다. 그리고 현재 2개 모델을 4개로 늘려 전체 라인업을 커버할 예정이다.

Fig. 25: 밥캣의 신제품들과 북미 시장 커버리지 확대

지역	제품라인업	스펙	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22
북미	시장 비중												
	LDR	15% LDR 플랫폼 체인지					신모델						
	MEX	9% MEX 플랫폼 체인지	신모델										
	CT	17만대 시장 25%					CT 신제품 3Q						M/S 5% 목표
	ZTR Mower	20% Zero-turn (radius) Mower						Mower 신제품					
	UV	24% Utility Vehicle								UV 신제품			
	SAL / CWL	2% Small Articulated Loader Compact Wheel Loader						SAL 신제품(L23, L28)		CWL 신제품			
	기타	7%								TC 신제품 MTL 신제품			

Source: 다올투자증권




GME 시장 진입

또한 CT와 함께 2020년에 Mower 업체를 인수하는 등 MTL Toolcat, ZTR, UV, SAL 등의 제품들을 출시했다.

달러당 확대에 도움 및 성장 동력

2019년에 165백만달러로 시작한 GME 매출은 2022년에 624백만달러로 급성장했다. 아직 로더 및 미니굴삭기와 같은 높은 M/S와 수익성을 기대할 수 없지만, 꾸준한 M/S 및 실적 성장, 달러당 확대에 따른 기존 컴팩트의 판매 증가를 기대할 수 있게 되었다.

Fig. 26: 밥캣의 유럽 시장 커버리지 확대

지역	제품라인업	스펙	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22
유럽	시장 비중												
LDR	4%	R-Series Loader						신모델					
MEX	40%	R-series MEX 10종	M/S 6.9%	신모델 시작	7.2%	신모델	7.3%		8.6%	9.3%			
		2-3T 3-4T 4-6T 8T			신모델			신모델					
CT Mower	26%												
SAL CWL	15%							SAL 신제품(L23, L28)					
TLS	13%	Tele-Handler 											신모델
BHL	3%												확대추진

Source: 다올투자증권

Fig. 27: 밥캣의 이머징 시장 신제품 출시 연혁

지역	제품라인업	스펙	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22
기타	시장												
	4.7만대 시장												
인도	BHL						신제품						
	Bachoe Loader						4Q						M/S 4% 목표
중국	LDR	선진시장 제품 이전 출시 저가 모델		출시									저가 모델
MEX		선진시장 제품 이전 출시					신모델						

Source: 다올투자증권

III-3. PRS는 이제 오버행이 아닌 호재로 작동할 것

두산법캣 지분 처분
경과 및 PRS의 탄생

한국시장에 동사를 IPO 이후 두산인프라코어(59.33%)와 두산엔진(10.55%)을 통해 지배했다. 그러나 2016~2018년의 두산그룹의 위기의 시절 지분 매각이 이루어졌다. 두산인프라코어는 2017~2018년에 각각 3.99%, 4.29%의 지분을 매각해 51.05%가 되었다. 두산그룹은 두산엔진도 2018년 6월에 소시어스-웰투시 컨소시엄 사모펀드에 매각하면서 10.55%를 두산중공업에 흡수합병했다. 그리고 이 10.55%는 2018년 8월 29일에 PRS(Price return Swap)으로 주당 34,800원, 3,681억원에 처분했다. 당시 NH투자증권, 한국투자증권, KB증권, 신영증권이 참여해 각각 공시 의무가 없는 5% 미만을 인수했다.

Fig. 28: 두산법캣의 최대주주 지분을 변화 (%)

최대주주 및 특수관계인	16	17	18	19	20	21	22
두산중공업 (현, 두산에너지빌리티)						51.05	51.05
두산인프라코어	59.33	55.34 3.99% 지분 매각	51.05 4.29% 지분 매각	51.05	51.05		
두산엔진	10.55	10.55	0 PRS로 처분 아닌 처분				
지분율	69.88	65.89	51.05	51.05	51.05	51.05	51.05

Source: 다올투자증권

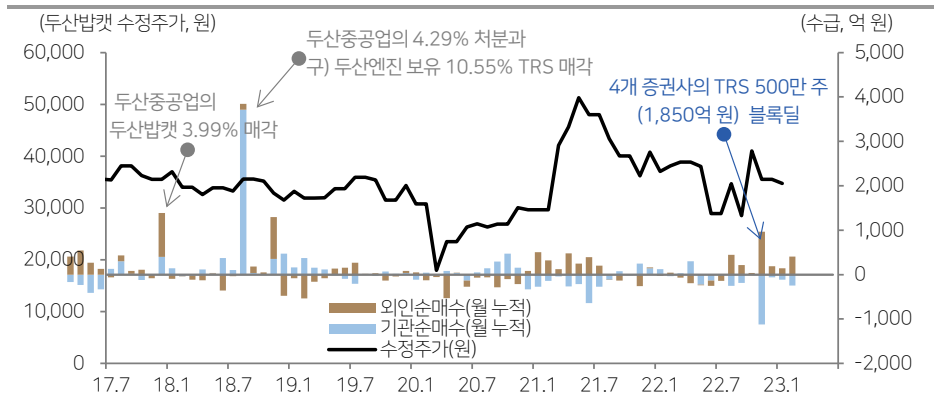
2022년 11월 절반
블록딜로
주가 크게 하락

이는 양측의 협의에 따라 처분 가능한 계약이고, 2018년 이후 줄곧 동사의 주가
오버행 리스크로 작동해왔다. 특히 2022년 11월에 글로벌 건설기계업종의 업황
확산세와 주가 상승 구간에 갑자기 PRS의 절반인 500만주가 시장에 쏟아져 주가가
크게 하락했다. 외인이 블록을 받아갔고, 블록딜 물량의 단기 매도와 향후 잔여 5%
PRS 물량의 오버행을 우려한 국내 기관이 매도로 대응했다.

나머지 절반의 처분은
호재로 작용할 것

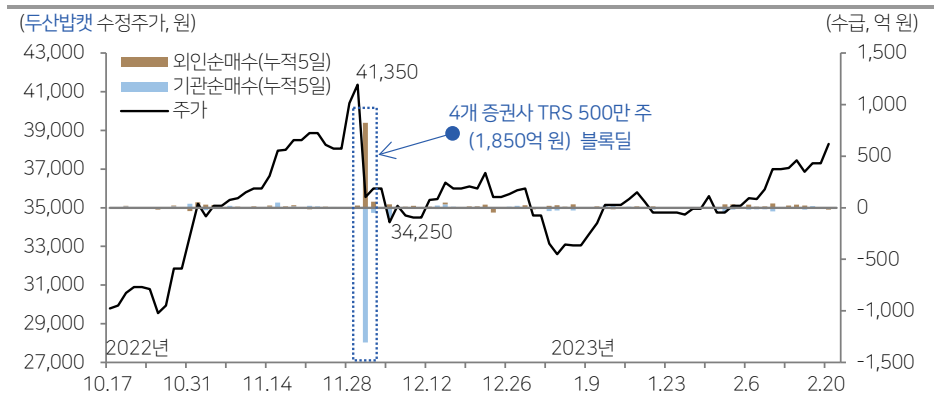
후속 PRS 매도의 락업 3개월이 2월말로 끝났다. 이제 언제든 나머지 PRS 물량이
시장에 또 나올 수 있다. 그러나 이번의 PRS는 오히려 호재로 작용할 것이라는
판단이다. 2022년 11월에는 남아있는 절반을 걱정했지만, 이번에 물량이 나오면 더
이상 오버행 우려가 없기 때문이다. 클립딜 또는 블록딜은 흥행할 것이고, 시장은
동사의 저평가 상태를 온전히 봐줄 것으로 기대한다.

Fig. 29: 2017년부터 진행된 최대주주의 두산밥캣 지분 매각



Source: FNGuide, 다올투자증권

Fig. 30: 2022년 11월 30일에 PRS 5% 블록딜 시 3개월 락업. 주가는 남은 오버행 물량 우려



Source: FNGuide, 다올투자증권

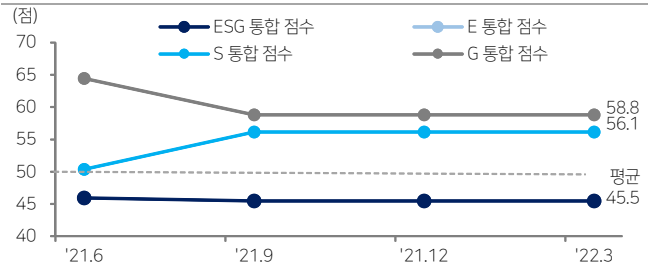


ESG 페이지



두산밥캣 (241560) - 산업재

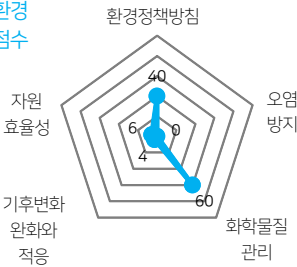
ESG 통합 점수 추이



ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

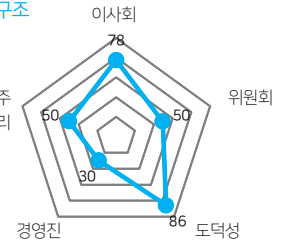
환경 점수



사회 점수

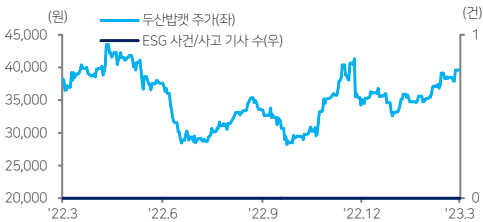


지배구조 점수



주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
1Q22	0	0	0	0
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0

비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
두산밥캣	45.5	17.0	56.1	58.8	32 / 115	48 / 115	10 / 115	14 / 115
현대건설기계	52.8	60.6	51.0	58.7	11 / 115	4 / 115	23 / 115	17 / 115

* ESG 정보는 지속가능발전소에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,862.0	2,645.9	3,027.3	3,543.9	4,029.3
현금성자산	823.4	975.2	1,446.3	1,988.6	2,481.6
매출채권	326.9	427.5	654.6	613.4	593.9
재고자산	659.8	1,153.3	836.0	851.0	862.5
비유동자산	5,098.6	5,935.0	6,740.2	6,811.8	6,887.2
투자자산	273.7	363.3	378.4	393.8	409.8
유형자산	553.8	954.4	1,079.4	1,107.5	1,139.1
무형자산	4,271.1	4,617.3	5,282.4	5,310.5	5,338.4
자산총계	6,960.6	8,580.9	9,767.5	10,355.6	10,916.5
유동부채	1,011.7	1,498.2	1,630.5	1,745.6	1,752.4
매입채무	711.0	1,078.8	1,175.6	1,287.5	1,291.1
유동성이자부채	44.0	103.6	135.9	135.9	135.9
비유동부채	1,875.1	2,761.4	2,748.9	2,794.1	2,841.0
비유동이자부채	1,058.7	1,878.8	1,623.0	1,623.0	1,623.0
부채총계	2,886.8	4,259.6	4,379.4	4,539.7	4,593.4
자본금	46.9	51.1	61.8	61.8	61.8
자본잉여금	2,827.6	2,673.2	3,235.3	3,235.3	3,235.3
이익잉여금	1,461.0	2,046.7	2,960.6	3,388.5	3,895.7
자본조정	(261.6)	(449.7)	(869.7)	(869.7)	(869.7)
자기주식	0.0	0.0	(1.6)	(1.6)	(1.6)
자본총계	4,073.8	4,321.3	5,388.1	5,816.0	6,323.1
투하자본	4,317.6	5,277.0	5,690.7	5,575.8	5,589.6
순차입금	279.4	1,007.3	312.7	(229.7)	(722.7)
ROA	3.6	5.0	7.0	5.6	6.0
ROE	6.1	9.2	13.3	10.1	10.6
ROIC	6.2	9.2	14.2	11.1	12.2

손익계산서

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,282.1	5,816.2	8,621.9	9,185.6	9,401.5
증가율 (Y-Y,%)	(5.0)	35.8	48.2	6.5	2.4
영업이익	393.9	595.3	1,071.6	918.7	951.9
증가율 (Y-Y,%)	(17.4)	51.2	80.0	(14.3)	3.6
EBITDA	523.9	785.0	1,323.7	1,198.7	1,241.0
영업외손익	(37.9)	(74.3)	(185.3)	(85.3)	(55.6)
순이자수익	(39.0)	(53.1)	(81.5)	(97.6)	(53.0)
외화관련손익	10.0	(40.5)	(45.5)	52.3	23.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	355.8	521.0	886.3	833.4	896.3
당기순이익	247.5	385.9	644.1	568.3	642.5
지배기업당기순이익	247.5	385.9	644.0	568.3	642.5
증가율 (Y-Y,%)	(9.1)	55.9	66.9	(11.8)	13.1
NOPLAT	273.9	440.9	778.7	626.4	682.4
(+) Dep	130.0	189.7	252.0	280.0	289.1
(-) 운전자본투자	(136.8)	205.3	(189.7)	(140.9)	(14.3)
(-) Capex	117.5	213.7	224.0	245.5	257.8
OpFCF	423.2	211.6	996.5	801.8	728.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.1	13.6	24.1	29.0	17.4
영업이익증가율(3Yr)	(0.1)	9.1	31.0	32.6	16.9
EBITDA증가율(3Yr)	1.6	12.2	30.9	31.8	16.5
순이익증가율(3Yr)	(3.3)	13.4	33.3	31.9	18.5
영업이익률(%)	9.2	10.2	12.4	10.0	10.1
EBITDA마진(%)	12.2	13.5	15.4	13.1	13.2
순이익률(%)	5.8	6.6	7.5	6.2	6.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	565.3	460.0	1,244.2	834.3	992.8
당기순이익	228.2	399.7	691.1	568.3	642.5
자산상각비	130.0	189.7	252.0	280.0	289.1
운전자본증감	117.3	(204.1)	195.4	140.9	14.3
매출채권감소(증가)	100.3	(26.2)	(175.4)	41.2	19.5
재고자산감소(증가)	93.2	(248.2)	568.9	(15.0)	(11.5)
매입채무증가(감소)	(89.9)	118.7	(133.4)	111.9	3.5
투자현금	(238.9)	(862.1)	(214.8)	(352.0)	(364.9)
단기투자자산감소	(15.0)	5.2	13.4	(0.3)	(0.4)
장기투자증권감소	(6.7)	0.0	46.9	(0.4)	(0.4)
설비투자	(117.5)	(213.7)	(224.0)	(245.5)	(257.8)
유무형자산감소	(49.5)	(39.5)	(76.0)	(90.7)	(90.7)
재무현금	242.4	524.2	(691.0)	59.7	(135.3)
차입금증가	293.7	518.1	(480.6)	200.0	0.0
자본증가	(51.3)	6.1	(182.0)	(140.3)	(135.3)
배당금지급	(51.3)	0.0	180.4	140.3	135.3
현금 증감	582.6	99.5	485.9	542.0	492.6
총현금흐름(Gross CF)	515.4	838.2	1,311.3	693.4	978.5
(-) 운전자본증가(감소)	(136.8)	205.3	(189.7)	(140.9)	(14.3)
(-) 설비투자	117.5	213.7	224.0	245.5	257.8
(+) 자산매각	(49.5)	(39.5)	(76.0)	(90.7)	(90.7)
Free Cash Flow	393.8	(227.9)	1,291.9	482.4	628.0
(-) 기타투자	6.7	0.0	(46.9)	0.4	0.4
잉여현금	387.1	(227.9)	1,338.8	482.0	627.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,468	3,849	6,424	5,668	6,409
BPS	40,637	43,105	53,747	58,015	63,074
DPS	0	1,200	1,350	1,300	1,500
Multiples(x, %)					
PER	12.0	10.6	6.1	6.9	6.1
PBR	0.7	0.9	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	6.2	6.5	3.2	3.1	2.6
배당수익률	0.0	2.9	3.4	3.3	3.8
PCR	5.8	4.9	3.0	5.7	4.0
PSR	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
재무건전성(%)					
부채비율	70.9	98.6	81.3	78.1	72.6
Net debt/Equity	6.9	23.3	5.8	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	53.3	128.3	23.6	n/a	n/a
유동비율	184.0	176.6	185.7	203.0	229.9
이자보상배율	10.1	11.2	13.1	9.4	18.0
이자비용/매출액	1.0	1.0	1.0	1.1	0.6
자산구조					
투하자본(%)	79.7	79.8	75.7	70.1	65.9
현금+투자자산(%)	20.3	20.2	24.3	29.9	34.1
자본구조					
차입금(%)	21.3	31.4	24.6	23.2	21.8
자기자본(%)	78.7	68.6	75.4	76.8	78.2

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 등 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 95.1% HOLD : 4.9% SELL : 0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50% 이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상~+50% 미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

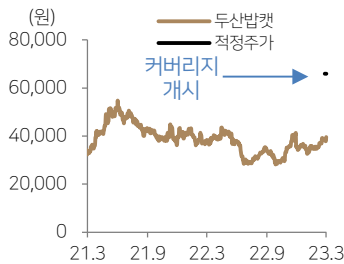
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 등 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

두산밥캣 (241560)



일자	커버리지	2023.03.07
투자의견	개시	STRONG BUY
적정주가		66,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2023.03.07	66,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2023년 3월 6일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가





Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장 상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석 조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

Tech
김양재
yj.kim@daolfn.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

화장품 · 의류 · 유통
배송이
songi0703@daolfn.com

그린인프라 · 2차전지
전혜영
yhhy95@daolfn.com

의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

게임 · 엔터
김하정
hajkim@daolfn.com

투자전략 투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
송주연
songjy02@daolfn.com

글로벌자산배분 · ETF
남아란
ahran.nam@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2023.01.09	김양재	Tech : CES2023 참관기: Be in IT!
2023.01.11	김진우	인터넷 : 갈림길에서, 놓치지 말아야 하는 변화
2023.01.25	김하정	게임 : 중국 외 대안이 많지 않기에
2023.02.01	전혜영	2차전지 : 수요와 공급 퍼즐 맞추기
2023.02.13	최광식	조선 : 계획대로 되고 있어
2023.02.14	박영도	건설산업 : PF STATUS QUO
2023.02.27	송주연	Macro & Market Basic Analysis : 주식투자를 위한 경제지표 사용설명서
2023.02.27	유지웅	자동차 : 질주본능
2023.03.02	박종현	의료기기 : 의료기기 모의고사
2023.03.02	남아란	Asset Allocation Insight : The Pathfinder

